

## Lågkonjunktur står för dörren

Den höga inflationen, liksom den snabba räntepågången, ger stora negativa effekter för global konjunktur 2023. Den ekonomiska tillväxten fortsätter att mattas av, såväl globalt som i Sverige. Fallande BNP syns inte på bred front, men i slutet av 2022 sjönk BNP både i Tyskland och Sverige.

För de svenska hushållen blir pris- och räntepågången mycket kännbar. Det fulla genomslaget på ekonomin ligger framför oss: flera mekanismer medför att det dröjer innan de högre räntorna/priserna slår igenom fullt ut.

Ännu väntas fler räntehöjningar från centralbankerna. Men man närmar sig snart toppnivåerna i denna räntecykel. Under 2023 väntas inflationen sjunka, bland annat som en följd av sjunkande energipriser. Sjunkande inflation innebär dock inte sjunkande priser – bestående höga prisnivåer medför en varaktig urholkning av realinkomsterna. Sannolikt kommer det att ta mycket lång tid att återhämta denna nedgång för reallönerna.

Hittills har svensk arbetsmarknad stått sig stark, men tecken på försvagning börjar nu skönjas. Hur mycket sysselsättningen kommer att dämpas i nedgången blir avgörande för konjunktturen framöver.

Liksom i tidigare prognoser beräknas tillväxten för det reala skatteunderlaget räcka till endast små ökning av verksamhetsvolymen i kommunsektorn.

### Fortsatt fokus på inflation och räntor

Samtliga bedömare skissar i nuläget på vilka effekterna blir av fjolårets inflations- och räntechock. Den höga inflationen och centralbankernas agerande påverkar fortfarande i hög grad konjunkturutsikterna. Detta MakroNytt fokuserar främst på dessa nyckelfaktorer: inflationen, och vad som händer med ränteläget.

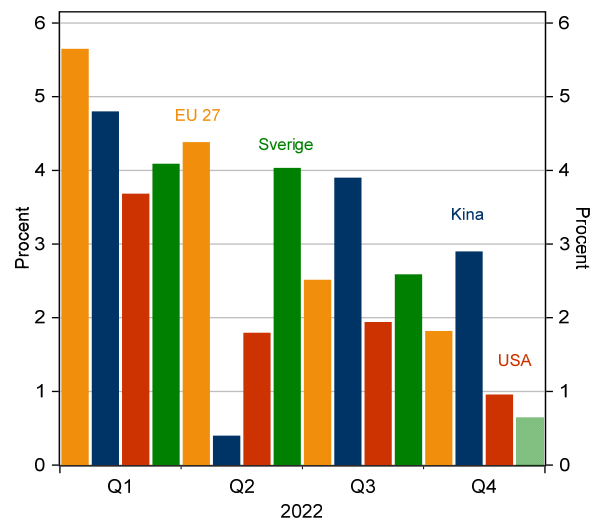
<sup>1</sup> SCB:s Nationalräkenskaper (NR) för det fjärde kvartalets BNP i Sverige publiceras den 28 februari.

## Global konjunkturförsvagning fortgår

BNP-tillväxten för viktiga ekonomier i vår omvärld visade en nedåtgående trend under förra året (diagram 1). Statistiken för årets sista kvartal är ännu inte tillgänglig för samtliga länder, men för USA, EU och Kina syns en allt svagare tillväxt.<sup>1</sup> Ser man istället till kvartalsvisa förändringar föll BNP-nivån i Tyskland och Sverige det sista kvartalet 2022.<sup>2</sup>

### Diagram 1 • Sjunkande BNP-tillväxt under 2022

Procentuell förändring jämfört med fyra kvartal tidigare.



Anm.: Övan visas för Sverige kvartalsutvecklingen enligt SCB:s månatliga BNP-indikator. Se fotnot 1 och 2.

Källa: Macrobond.

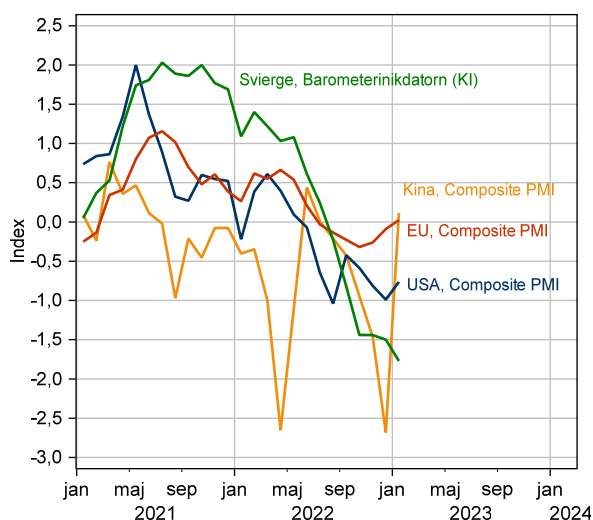
Den allt svagare makrostatistiken är samstämmig med den försvagning som syns för ledande indikatorer 2022 (diagram 2). Visserligen har indikatorer för några regioner/sektorer nyligen stärkts något. Men det rör sig dock inte om någon övertygande eller samstämmig omsvängning. Nivåmässigt är indikatorerna i de flesta fall ännu svaga. Tar man fasta på indikatorernas nivåer så antyder flertalet i nuläget "tillväxt lägre än trendtillväxt" (värden under "noll" i diagram 2).

<sup>2</sup> SCB:s månatliga BNP-indikator indikerar en nedgång av BNP-nivån med 0,6 procent mellan kvartal tre och fyra 2022. Troligen kommer NR-utfallet ej att avvika väsentligt från detta.

Vid sidan av indikatorerna vittnar annan data om en allt svagare global tillväxt kring årsskiftet 2022/2023. Tillväxten för såväl världshandeln som för global industriproduktion försvagades under det sista kvartalet förra året. Exporttillväxten i viktiga asiatiska ekonomier har försvagats och orderingången för den tyska tillverkningsindustrin pekar nedåt. Någon vidare återhämtning för global konjunktur bör därmed inte förväntas vid inledningen av 2023, trots att några indikatorer nyligen förbättrats något.

#### Diagram 2 • Svag tillväxt indikeras i början av 2023

Ursprungliga tidsserier (index) har standardiserats med medelvärdet "noll" samt standardavvikelsen "ett".



Anm.: Benämningen "Composite" anger att inköpschefsindexen (PMI) inkluderar såväl tillverkningsindustri som tjänstesektor.

De senaste observationerna för USA resp. Sverige visar ett läge som är "knapp en" respektive "drygt en och en halv" standardavvikelse svagare än normalt. Detta indikerar svag ekonomisk tillväxt. Vid riktigt kraftiga sättningar i konjunkturen, som exempelvis finanskrisen 2008 och pandemin 2020, har indikatorerna vanligen varit mer än tre standardavvikelse svagare än noll.

Källa: Macrobond.

#### Ljusning för europeisk energimarknad

I samband med denna prognosuppdatering har smärre upprevideringar gjorts för tillväxten i omvärlden. Avslutningen av 2022 blev starkare än väntat för BNP i såväl USA som Europa. Och trots motvinden för världsekonomin finns några ljusglimtar som möjligen lyfter utsikterna något.<sup>3</sup> Sammantaget ligger dock prognosen för den globala utvecklingen nära föregående prognos från SKR.<sup>4</sup> Den tidigare bedömningen att flera länder står vid randen av recession visade sig i stort sett riktig. Hur pass djup lågkonjunkturen blir 2023 är

<sup>3</sup> Bland annat gör IMF sådana tolkningar/revideringar, se [World Economic Outlook Update, January 2023](#).

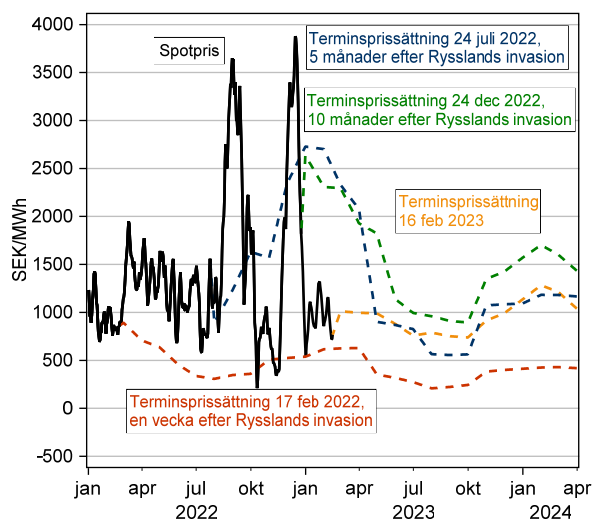
<sup>4</sup> [Ekonomirapporten december 2022](#).

dock mycket svårbedömt. Något som skulle kunna bidra till att stärka den globala konjunkturen igen är om tillväxten i de asiatiska ekonomierna stärks mer markant. Att samtliga covid-restriktioner har hävts i Kina stärker de ekonomiska utsikterna. Samtidigt finns finansiella orosmoln i Kina. Några av Asiens tillväxtekonomier plågas därtill av en stark US-dollar. Sammantaget bedömer vi att draghjälpen från stigande asiatisk exportefterfrågan klart övertrumpas av ränte- och inflationschocken i Europa och USA. Risken för en svagare global utveckling än prognosen ska inte underskattas.

Ser vi till utvecklingen i Europa har en befarad energikris kunnat undvikas. En krisartad vinter, med bristsituationer och skyhöga energipriser var visserligen inte huvudscenariot i SKR:s föregående prognos. Men utvecklingen har varit klart mer positiv än vad vi räknade med: vädret har varit gynnsamt, energiförbrukningen har sjunkit oväntat mycket (även när den milda vintern beaktas), de europeiska lagren av naturgas är välfyllda och energipriserna har inte varit lika höga som många förväntade sig.

#### Diagram 3 • Förväntade elpriser 2023–2024 har gått ner

SEK per MWh, spot- och terminspris för den nordiska elmarknaden.



Februari månads terminspriser för el i Norden var lägre än dito i december 2022.

Källa: Macrobond.

Tyskland har öppnat en ny terminal för naturgas (LNG) och kärnkraftskapaciteten har byggts ut i Europa.<sup>5</sup> Detta stärker energimarknaden framöver och reducerar beroendet av rysk naturgas. Ett bakslag för europeisk konjunktur, relaterat till energi-

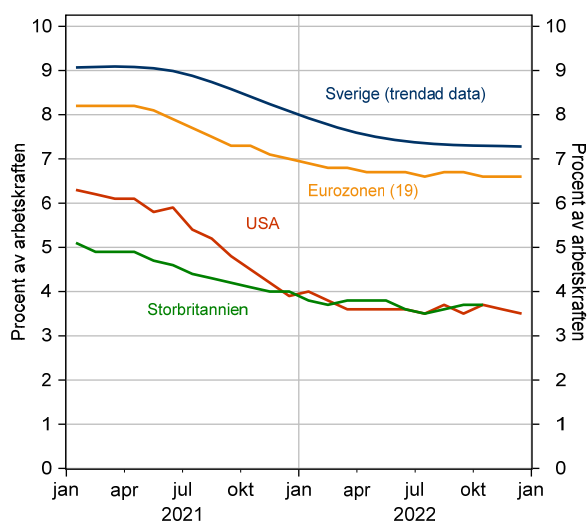
<sup>5</sup> Exempelvis har Finland nyligen byggt ut sin kapacitet med 30 procent och Frankrike driftsätter ett stort kärnkraftverk 2024.

sektorn, har alltså kunnat undvikas. Vintermånaderna är snart förbi och utsikterna för energitillgången är bättre än vad som förväntats, vilket gynnar prissättningen för olika energislag.<sup>6</sup> Exempelvis pekar nu terminspriser för el mot lägre priser, jämfört med prissättningen i höstas (diagram 3). Ytterligare positivt är att endast få och små tecken av den svagare konjunkturen syns på arbetsmarknader runt om i världen. I såväl Europa som USA räknar vi dock med att sysselsättningen kommer att dämpas 2023.

En förklaring till att sysselsättningen hållits uppe på vissa håll kan vara att arbetsmarknaderna har varit stram i många länder 2022, med brist på arbetskraft och tydliga rekryteringsproblem (även om andelen arbetslösa inte varit särdeles låg överallt).<sup>7</sup> Återhämtningen efter pandemin/restriktioner gynnade sysselsättningen i tjänstesektorerna väsentligt 2022, vilket i flertalet länder var bidragande till att andelen arbetslösa då sjönk (diagram 4).

Diagram 4 • Sjunkande arbetslöshet 2021–2022

Arbetslösa som andel av arbetskraften, procent.



Arbetslösheten har fram till slutet av 2022 sjunkit i såväl Sverige som i Eurozonen, USA och Storbritannien sedan inledningen av 2021.

Källa: Macrobond.

Att arbetsmarknadskonjunkturen svarar med fördröjning på skiften i produktionen är dock normalt. Men att sysselsättningen hittills inte försvagats tydligare kan möjligen också ses i skenet av att

delar av det globala näringslivet klarat sig oväntat väl från effekterna av den vikande konjunkturen. Det kan finnas specifika omständigheter som bidrar till detta. Satsningar för energisektorn i Europa (som berörts ovan) kan utgöra en motverkande kraft i konjunkturedgången, då de inbegriper stora investeringar. Även andra satsningar, ofta kopplade till grön omställning och digitalisering, gynnar nu delar av näringslivet.<sup>8</sup> Gemensamt är att projekten ofta är fleråriga samt att dessa långsiktiga satsningar knappast ruckas av förändringar av ränteläget på kort sikt. Därutöver syns i flera länder höjda ambitioner för den militära förmågan, inte minst i Europa (sedan Rysslands invasion av Ukraina), varför försvarsindustrin gynnas. Sammantaget finns därmed en rad branscher som nu åtnjuter en efterfrågan som delvis är skyddad från övriga nedåtgående konjunkturspiraler, i och med direkt/indirekt koppling till offentliga budgetar.

Det kan finnas ytterligare förklaringar till att näringslivet inte dykt snabbare i konjunkturen. Naturligtvis finns ingen passande ”generell” beskrivning då skillnaderna mellan länder och branscher är stora. Graden av heterogenitet är avsevärd, men ännu tycks det knappast röra sig om en generell industrikras.<sup>9</sup> Att många företag har kunnat kompensera sig för stigande produktionskostnader genom rejäla höjningar av försäljningspriserna har varit betydelsefullt. Fallande inflation samt en allt bredare trend mot vikande efterfrågan bedöms dock krympa företagens utrymme för prishöjningar 2023. Svag efterfrågan och pressad lönsamhet kommer istället att driva på en utveckling mot rationaliseringar. Slutligen nås punkten då näringslivets sysselsättning börjar minska. Att det inte skett ännu gör att hushållen hittills ”bara” drabbats av höga priser och räntor. När väl jobben blir färre nås en andra och svårare fas av konjunkturedgången. De generella mekanismerna torde vara likartade världen över.

## Många konsekvenser av pris- och räntechocken ligger framför oss

BNP-tillväxten föll visserligen i USA under 2022 (diagram 1). Men faktum är att den kvartalsvisa BNP-ökningen (från ett kvartal till det efterföl-

<sup>6</sup> Visserligen syntes höga elpriser i december, men genomsnittspriserna november–januari blev lägre än terminspriserna indikerade före vintern. På längre sikt kan högre energipriser (jämfört med före kriget i Ukraina) dock leda till kraftig strukturovandling och förlorade jobb i vissa sektorer.

<sup>7</sup> Detta kan innebära att arbetsgivare håller hårdare i sin personal och att man drar sig för att minska personalstyrkan.

<sup>8</sup> I USA syns flera federala satsningar såsom ”Inflation Reduction Act” som innebär fleråriga stora satsningar.

<sup>9</sup> Industrin ligger tidigt i konjunkturedgången och där är konjunkturläget nu generellt svagare och har försvagats mer under det senaste året, än inom tjänstesektorn. Cyklisk variation tenderar att komma senare för tjänstesektorn.

jande) var starkare under det andra halvåret än under det första (då BNP faktiskt föll både första och andra kvartalet). Under andra halvåret syns en klar uppryckning för tjänstesektorn på produktionssidan. På användningssidan är det en fortsatt hög tillväxt för hushållens konsumtion som framförallt bidragit till BNP-uppgången. Månadsdata indikerar dock att varukonsumtionen minskade vid årets slut. Tillväxten under andra halvåret 2022 tycks, mer än vad vi tidigare räknat med, ha stärkts av återhämtningen i kölvattnet av pandemin. Att lönerna har stigit ovanligt snabbt i USA 2022 stärker hushållens inkomster ytterligare, även om de högre lönerna inte fullt ut kompenseras för de högre konsumentpriserna. Detta är dock en motverkande kraft i den dämpning av hushållens realinkomster som följer på den höga inflationen, något som inte syns på samma sätt i Europa.

Kan det vara så att effekterna av stigande räntor och hög inflation har överskattats? I grund och botten tror vi inte det. Det kan däremot finnas omständigheter som hittills har motverkat en snabbare avkylning. Exempelvis kan tidsfördröjningen, från det att räntor/priser höjts till dess att ekonomins aktörer anpassar sig, i själva verket vara längre än förväntat. Men det är otvivelaktigt så att vissa sektorer i ekonomin är mer räntekänsliga än andra. I USA är det hittills tech-sektorn och bostadsbyggandet som har drabbats hårdast. Effekten av höjda priser (räntor) syns därför med fördröjning, men graden av fördröjning kan variera över tid och mellan länder.<sup>10</sup>

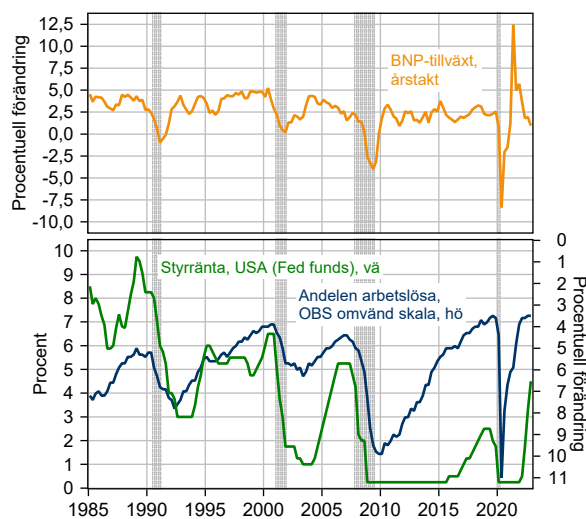
En förklaring till att hushållen är långt mindre pessimistiska i USA, än i exempelvis Sverige, kan vara att räntebindningen för bostadslån i USA i regel är avsevärt längre. Andelen bostadslån med kort räntebindningstid är i USA omkring 10 procent. I Sverige har denna andel i många år överstigit 70 procent (3-månaders bindningstid) men förra året syntes en brant nedgång. Med andra ord dröjer det tämligen länge innan högre marknadsräntor medför stigande ränteutgifter för amerikanska hushåll. Detta är något som skonar USA från en snabbare avkylning. Samtidigt är konsumtionskrediter vanliga, vilket innebär att den amerikanska konsumenten inte helt undgår de högre räntorna.<sup>11</sup>

Den expansiva politiken sedan pandemin har inneburit en rejäl förstärkning av hushållens förmögenheter i USA. Hushållens konsumtion var också

stark 2022, frånsett årets sista månader. En nedgång i hushållssektorns sparkvot har gjort att konsumtionen har kunnat hållas uppe, trots en dämpning av hushållens reala inkomster. Det låga sparandet i hushållssektorn utgör en begränsande faktor för efterfrågan i USA 2023. Utrymmet för en ytterligare minskning av sparandet krymper, och en period av svag konsumtion blir därmed trolig.

Diagram 5 • Räntecykeln i USA brukar slå på jobben

Årlig procentuell förändring respektive procent.



Anm.: Gråmarkerade perioder indikerar USA:s recessioner.

I USA har penningpolitiken historiskt sett satt stora avtryck på arbetsmarknaden, där räntehöjningar följts av ökning i arbetslösheten.

Källa: Macrobond.

Stiliserat brukar lågkonjunkturer i USA bli ”skarpa men korta”. Vanligen brukar då BNP minska några kvartal (man når recession), liksom att tillväxttakten också är negativ en period. Lika vanligt är det att andelen arbetslösa stiger snabbt samt att denna uppgång ofta blir minst ett par procentenheter. I de flesta konjunkturcykler i USA har penningpolitiken satt stora avtryck. I detta perspektiv framstår det senaste årets räntehöjningar som fullt tillräckliga för att framkalla en klassisk USA-recession (diagram 5). Några indikatorer pekar även mot att USA nu är på väg in i recession. Den mycket starka arbetsmarknaden motsäger dock ännu detta. I linje med flertalet andra bedömare antar SKR i prognosen en mjuklandning för USA. Men osäkerheten är betydande, såväl i USA som i andra länder. Inte minst handlar denna osäkerhet om de trögheter

<sup>10</sup> Exempel på mekanismerna bakom denna allmänna fördröjning är bundna avtal (exempelvis rörande lån eller hushållsel). Andra ledtider är betydelsefulla: Bilar och båtar som levererades nu i februari 2023 kan ha beställts både 6 och 12 månader

tidigare; vanligen gäller ett överenskommet pris från beställningstillfället vid dessa affärer.

<sup>11</sup> Antalet billån med betalningsförsening har på kort tid stigit till den högsta andelen på länge, högre än vid finanskrisen.



som fördröjer inflationens effekter. Många konsekvenser av pris- och räntechocken bör ligga framför oss.

## Sverige når lågkonjunktur 2023

Den svenska ekonomin, och inte minst hushållen, har en klart högre räntekänslighet (med högre skuldnivå) än många andra länder. Det är mot denna bakgrund som vi räknar med att konjunkturedgången blir större i Sverige än i flera andra länder. Dessutom har bostadskrediter i Sverige räntebindningstider som är betydligt kortare än i flertalet andra länder. Därför kan hushåll i andra länder i genomsnitt undgå ränteuppgången *längre* än i Sverige; här ger ränteuppgången snabbare avtryck i disponibelinkomster och konsumtionsefterfrågan.

**Tabell 1 • Nyckeltal för svensk ekonomi**

Procentuell förändring respektive procent.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
BNP	4,9	2,7	-1,0	1,6	2,5	2,7
Arbetade timmar	2,3	2,3	0,5	1,0	1,7	1,0
Löne-summa	5,8	6,2	3,9	4,0	4,8	4,1
Timlön, NR	2,6	3,3	3,6	3,3	3,3	3,3
Timlön, KL	2,6	2,7	3,6	3,3	3,3	3,3
Skatte-underlaget	5,3	5,4	3,8	4,6	4,4	4,0
" " underliggande	5,6	5,9	3,7	4,6	4,4	4,0
Arbetslöshet	8,8	7,5	8,2	8,6	8,1	7,6
KPIF	2,4	7,7	5,8	1,2	1,6	2,0
KPI	2,2	8,4	8,2	1,2	0,9	1,9
Styrränta, ultimo	0,00	2,50	3,25	1,25	1,25	1,50

Anm.: BNP och arbetade timmar avser kalenderkorrigerad data. Timlön enligt NR (Nationalräkenskaperna) avser anställdas timmar. KL=Konjunkturlönestatistiken. Arbetslöshet och styrränta avser procent.

Källor: Macrobond, SCB och Sveriges Kommuner och Regioner.

Hittills har dock sysselsättningen i Sverige inte nämnvärt påverkats av den stagnerande produktionsstillväxten (diagram 1). Indirekta effekter av pris- och ränteuppgången väntas prägla samhällsekonomin framöver, med en anpassning av personalstyrkan i allt fler företag/sektorer. En tillta-

gande försvagning av sysselsättningen i tjänstesektorerna bedöms ske 2023. Prognosen antar att totalt antal sysselsatta börjar minska under det andra kvartalet i år.<sup>12</sup>

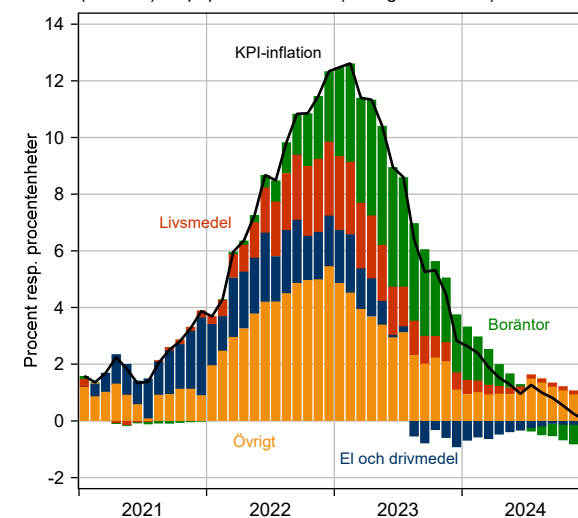
Prognosen för svensk BNP 2023 är nedreviderad något jämfört med föregående prognos. De nedgångar som vi i tidigare prognoser beräknade för hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna väntas nu bli något större.

## Varaktig dämpning av realinkomsterna

Samtliga bedömare av den svenska inflationen väntar sig att den ska falla i år. Detta är också SKR:s prognos. En sådan utveckling bygger på antagandet att de ovanligt stora prisökningarna 2022 ej ska upprepas i år – eller närmare bestämt att prisförändringar på månadsbasis är lägre i år än samma månad föregående år. Man kan se det som att månatliga prisförändringar "normaliseras", att de successivt återgår till de intervall och de mönster som gällde i många år före inflationsimpulsen 2021–2022.

**Diagram 6 • Inflationstoppen snart passerad**

Procent (inflation) resp. procentenheter (bidrag till inflation).



Inflationen beräknas vända ner under loppet av 2023.

Källor: Macrobond och Sveriges Kommuner och Regioner.

Nya prognoser över KPIF-inflationen 2023 ligger mellan 5,5 och 6,5 procent (att jämföra med utfallet 7,7 procent 2022).<sup>13</sup> Frågan tycks därmed vara hur snabbt inflationen ska falla. SKR:s prognos för KPIF-inflationen 2023 är 5,8 procent. När boränteposten adderas nås KPI; inflationstakten för

<sup>12</sup> När sysselsättningsnivå för helåren 2022 och 2023 jämförs blir genomsnittet högre för 2023 än för 2022. Detta gäller såväl antal sysselsatta som antal arbetade timmar (se tabell 1). En

skarp uppgång 2022 ger ett "överhäng" 2023. Data för årsgenomsnittet "döljer" således den minskning i sysselsättningen som beräknas ske under loppet av 2023.

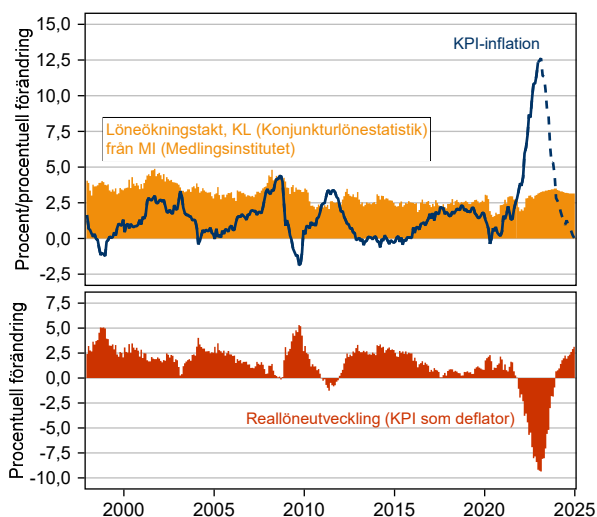
<sup>13</sup> Se [Konjunkturinstitutets prognosjämförelse](#).

detta index beräknas till 8,2 procent som årsgenomsnitt 2023 (8,4 procent 2022) (diagram 6).

Att inflationen åter "blir låg" (återgår till målet om 2 procent) innebär *inte* att priserna går tillbaka till de nivåer som gällde före perioden av hög inflation. Vi illustrerar detta (skillnaden mellan *nivå* och *förändring*) nedan (diagram 7 och 8), denna gång utifrån ett löneperspektiv.

Diagram 7 • Rekordsvag reallöneutveckling 2022–2023

Procent respektive procentuell förändring.



Anm.: Ovan visas (i) KPI-inflationen på månadsbasis enligt utfall och SKR:s prognos (i blått), (ii) utvecklingen av nominella timlöner enligt KL (i orange) samt (iii) en beräknad reallöneutveckling (i rött) givet de två nominella serierna KPI, KL-löner). Den stora nedgången av reallönen framträder tydligt: en fallande ökningstakt (över 12 månader) syns från slutet av 2021 till slutet av 2023 (nedre grafen). I stort sett "förklaras" detta av perioden av ovanligt hög KPI-inflation (övre grafen). Utifrån denna beskrivning (där årliga förändringstakter utgör data) är det mycket svårt att greppa vad förändringarna får för varaktiga konsekvenser för nivåerna av priser och reallöner. Man kan möjligtvis förledas att tro att "vargavintern är över", när reallöneökningarna åter blir positiva (2024). Så blir det inte alls!

Källa: Macrobond

Att återställa reallönen till den nivå som rådde före perioden av hög inflation förutsätter antingen *högre* (nominella) löneökningar eller *lägre* konsumentprisinflation. I praktiken är det dock svårt att tänka sig att "högre löner" skulle kunna nås utan att "högre priser" i någon mån uttraderar värdet av den högre lönen. Inte minst kommer Riksbanken, vid snabbt stigande löner, troligt höja styrräntan ytterligare ("allt annat lika"), med en högre KPI-inflation som följd. Risken är också att övervältring från de stigande arbetskostnaderna trycker upp konsumentpriser exklusive boränteposten (KPIF).

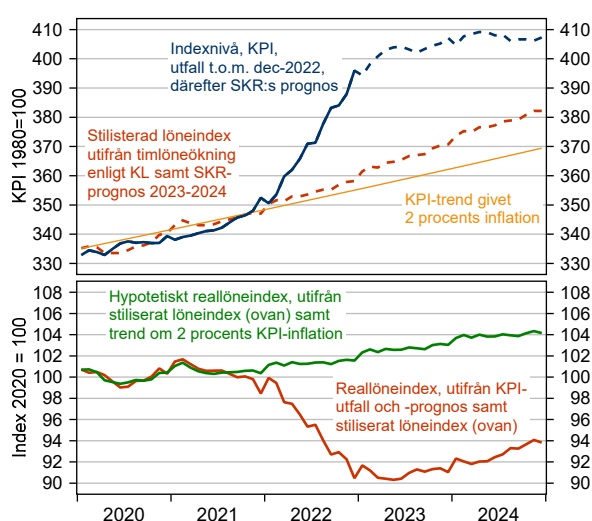
<sup>14</sup> KL-statistiken finns endast som årliga förändringar, varför det egenberäknade indexet har konstruerats som en illustration.

<sup>15</sup> "Reala löner" kan beräknas på olika sätt (olika deflater) precis som nominella löneinkomster har olika definitioner/källor.

Oaktat de osäkerheter som prognoserna alltid är förknippade med framstår det som högst troligt att det kommer ta många år att återställa den stora reallöneminskningen 2022. Reallönepappet 2022–2023 måste dock ses i skenet av den långvariga trenden av hög tillväxt för svenska reallöner, något som avsevärt stärkt svenskarnas köpkraft under 2000-talet.

Diagram 8 • Varaktigt nedgång av reallönen

Index.



Anm.: Den övre grafen visar indexnivån (prisinivån) enligt KPI (i blått) baserat på utfall och SKR:s prognos. En hypotetisk KPI-trend har lagts till (orange), där indexet växer med 2 procent i årstakt (alltså 2 procents inflation). Ett egenberäknat stilerat månatligt löneindex (i rött) visar utvecklingen av en nominell lönenivå, konsistent med utfall och SKR:s prognos av KL-timlönen.<sup>14</sup>

Den nedre grafen visar två alternativa banor för den reala timlönenivån. I bägge fallen har det stilerade nominallöneindexet nyttjats, men valet av prisindex (deflator) skiljer. I grönt visas en hypotetisk reallöneutveckling där löneindexet deflateras med den hypotetiska KPI-trenden (av 2 procents inflation). I rött visas den timlöneutveckling i reala termer som följer när faktiskt samt prognostiserat KPI istället används. Det beräknade tappet i reallönenivå som syns motsvarar nästan 10 procent vid ingången av 2023 (jämfört med reallönenivån 100 för ett år sedan). Den hypotetiska är jämfört med den faktiska utvecklingen vid samma tidpunkt (årsskiftet 2022/2023) nästan 12 procent sämre. Någon snabb "reky!" mot starkare konjunktur bör således knappast förväntas med anledning av att perioden av ovanligt hög inflation skulle vara över – förlusten av köpkraft är bestående.

Källa: Macrobond.

Illustrationen i diagram 7 och 8 utgör ett räkneexempel. Reallöner går att beskriva med olika utgångspunkter och den "reala timlönen" som visas ovan ger långt från hela bilden.<sup>15</sup> Arbetsinsatsen, det vill säga *mängden* arbete, är givetvis också avgörande för hushållens (reala) inkomster.<sup>16</sup> Inte

<sup>16</sup> Inte heller beskattning eller hushållens transfereringsinkomster beaktas i räkneexemplen.

desto mindre belyses här de två viktigaste variablerna för hushållssektorns reala disponibelinkomst, vilken beräknas falla två år i följd 2022–2023.

## Räntetoppen bör vara nära

SKR:s makroekonomiska prognos utgår ifrån antagandet att inflationen faller tillbaka 2023, både i Sverige och i omvärlden. Hittills tycks inte löneökningarna skena på denna sida av Atlanten men givetvis finns en risk för ”en andra inflationsvåg”, om löner och arbetskostnader i Europa växlar upp till för snabba ökning. Prognosen baseras dock på antagandet att en sådan utveckling, en löne-/prispiral, ej tar fart. För svenskt vidkommande är utsikterna för 2023 uppenbarligen osäkra; en avtalsrörelse ligger ännu framför oss.

Perioden av hög inflation bedöms bli övergående; redan 2024 beräknas inflationen istället bli låg (i såväl KPIF- som KPI-termer). Precis som det i denna miljö blir svårare att höja priser, kommer dynamiken på arbetsmarknaden att vara en annan. Arbetslösheten är då förhöjd och ”kompensationskrav” kopplat till hög inflation är därmed avlägset. Men i år antas svenska löneökningar bli högre än de senaste åren.

Att centralbankerna har genomfört stora höjningar av sina styrräntor under det senaste året är nu en starkt avkylande kraft för världsekonomin. Vi räknar i nuläget med att såväl Riksbanken, ECB som Federal Reserve (Fed) inte har så långt kvar tills de når räntetoppen i denna höjningscykel (diagram 9).<sup>17</sup> Men fortfarande är det ”ränta upp” som gäller.<sup>18</sup> Prognosen utgår vidare från att utvecklingen i USA efter sommaren möjliggör för Fed att inleda räntesänkningar före årets slut. Då blir det även aktuellt för ECB och Riksbanken att ändra kurs och sänka sina styrräntor.

Den konjunktur som i denna prognos antas råda i Sverige 2023–2024 pekar på behovet och rimligheten av en lättare penningpolitik. Men förutsättningarna för Riksbanken påverkas i hög grad av omvärlden, allra mest USA.

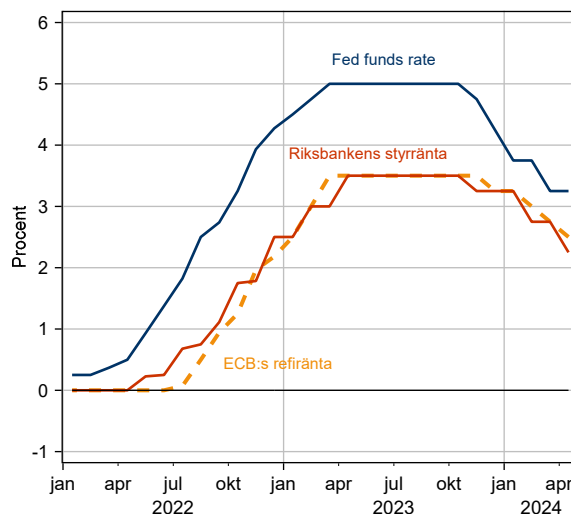
För att räntesänkningar ska bli verklighet krävs att (i) inflationen samt inflationsförväntningarna efter sommaren är tillräckligt låg, att (ii) löneökningstakten är måttfull samt att (iii) arbetsmarknaden då också är klart svagare. En sådan utveckling framstår i våra ögon som trolig, inte minst i USA (diagram 5).

<sup>17</sup> Högre räntebanor än dessa ska absolut inte uteslutas; toppnivån för styrräntorna kan möjligen ligga 0,25 – 0,50 procentenheter högre än SKR:s antagande.

<sup>18</sup> Korta marknadsräntor stiger ytterligare i år, i och med att centralbankernas styrräntor höjs. Långa marknadsräntor antas

Diagram 9 • Centralbanker allt närmare sina räntetoppar

Procent.



Styrräntorna når sina toppnivåer under våren 2023 och ligger kvar på dessa nivåer större delen av året.

Källa: Macrobond och Sveriges Kommuner och Regioner.

Det bör dock framhållas att flertalet nyliga bedömningar utgår från att tidpunkten för räntesänkningar ligger längre fram än vad som här antagits. Fed, liksom andra centralbanker, kommunicerar därtill ofta att perioden med ”toppränta” kommer att bli långvarig. Men å andra sidan bör man påminna sig om att just centralbankernas egna styrränteprognoser historiskt ofta varit opålitliga. Som vanligt kommer frågan att avgöras av konjunkturen och inkommande makrodata.

## Real nedgång av skatteunderlaget i år

När konjunkturen fortsätter att mattas av under 2023 minskar ökningstakten för skatteunderlaget. Lönesumman ökar betydligt långsammare i år än under 2022, då löneinkomsterna steg i närmast rekordfart. I år växlar visserligen löneökningstakten upp något men detta övertrumpas av en nedväxling vad gäller antalet arbetade timmar. Någon riktig avmattning syns ännu inte på svensk arbetsmarknad. Ökningstakten för lönesumman bromsade dock in de sista månaderna 2022 (enligt Skatteverkets arbetsgivardeklarationer), och en svagare utveckling väntar i år. Försvagningen av skatteunderlagstillväxten motverkas samtidigt av höga ök-

kortvarigt följa med upp i kortränteuppgången, men beräknas därefter kunna gå ner i takt med sjunkande inflationsförväntningar och lägre förväntningar vad gäller framtida styrräntor.

ningar av pensionsinkomster i år. Inte minst stigande garantipensioner driver upp dessa inkomster.

Den underliggande skatteunderlagstillväxten blir i år 3,7 procent, lägre än fjolårets 5,9 procent och lägre än genomsnittet de tio senaste åren.<sup>19</sup> Ökningen är i paritet med året innan pandemin 2019 samt 2013 och 2014. Åren 2024 och 2025 sker en återhämtning, då produktion och sysselsättning växer snabbt. År 2026 växer ekonomin åter mer trendmässigt. Sammantaget växer skatteunderlaget 2024–2026 i linje med det historiska genomsnittet.

**Tabell 2 • Skatteunderlag samt beräknad real utveckling**

Procentuell förändring.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Faktiskt skatteunderlag	5,3	5,4	3,8	4,6	4,4	4,0
Regelförändring*	-0,3	-0,5	0,2	0,0	0,0	0,0
Underliggande	5,6	5,9	3,7	4,6	4,4	4,0
Prisutveckling	2,9	4,0	6,3	3,8	-0,5	3,0
Realt skatteunderlag	2,6	1,9	-2,9	0,7	4,7	1,5

\*Bidrag till förändring av faktiskt skatteunderlag, procentenheter.

Skatteunderlaget ökar snabbt 2021 och 2022. Därefter bromsar ökningen in, speciellt 2023. Priserna för kommunsektorn ökar kraftigt främst 2023. Det får effekten att det reala skatteunderlaget faller med 2,9 procent 2023. Därefter ökar det igen. Men realt är ökningen framöver under det historiska genomsnittet, utom 2025.

Källor: Skatteverket och Sveriges Kommuner och Regioner.

Den höga inflationen påverkar skatteunderlaget på flera sätt. Bland annat stiger pensionerna till följd av högre prisbasbelopp (främst garantipensionerna). Den stora effekten kommer dock genom att skatteunderlagets köpkraft urholkas. Dels påverkas kostnaderna av högre insatspriser för kommunsektorn och dels av omvärderingen av pensionsskulden, som i sin tur beror på det högre prisbasbeloppet.

De senaste tio åren har det reala skatteunderlaget ökat med 1,7 procent per år i genomsnitt. Det reala skatteunderlaget beräknas öka med 1 procent per år i genomsnitt 2023–2026. Där står 2023 ut som ett mycket svagt år då det reala skatteunderlaget *minskar* med nästan 3 procent. Först 2025 beräknas det reala skatteunderlaget vara uppe på 2022 års nivå igen!

### Analys av underliggande och real utveckling av det kommunala skatteunderlaget (tabell 2)

**Regelförändringar** sammanfattar beräknade effekter av förändringar i skattelagstiftningen vilka påverkar det kommunala skatteunderlaget och som neutraliseras genom höjningar/sänkningar av det generella statsbidraget.

**Underliggande skatteunderlag** beskriver det faktiska underlaget justerat för regelförändringar; ett mått som visar den underliggande utvecklingen för den kommunala skattebasen.

**Prisutveckling** avser här den sammanvägda prisutveckling som SKR beräknar för verksamhetskostnaderna inom kommuner och regioner på aggregerad nivå; löneökningar är den enskilt viktigaste faktorn (priset).

**Realt skatteunderlag** avser att beskriva utvecklingen i reala termer för det underliggande skatteunderlaget, det vill säga med hänsyn tagen till de prisförändringar som antas för kommuners och regioners kostnader kommande år.

**Frågor** om prognoser och **MakroNytt** besvaras av:

Mikaela Bolin tfn 08-452 71 64

Anders Brunstedt tfn 08-452 78 19

Adrian Ekström tfn 08-452 73 58

Patrik Jonasson tfn 08-452 73 62.

De kan även nås via e-post på mönstret:

fornamn.efternamn @ skr.se

<sup>19</sup> I SKR:s föregående prognos (december 2022) beräknades det underliggande skatteunderlaget stiga med 5,7 procent 2022. Aktuell bedömning är att ökningen blev något högre; 5,9 procent.